

开放式基金风险收益分析及产品设计

□ 王瑞锟

开放式基金是证券投资基金中的一种重要方式,代表着我国基金业未来的发展方向。开放式基金对于基金管理公司来说,是机遇,也是挑战。在投资理念、市场营销、风险控制等许多方面将有别于目前的封闭式基金。其中的产品设计更是基金管理公司业务发展的基础性工作。一条结构合理的产品线能够在相当程度上保证基金公司管理的资产规模的稳定性。

一、基金风险收益分析

富达基金管理公司是目前世界上最大的共同基金管理公司,经过近 60 年的发展,在公司走进 2002 年时其管理的资产规模接近了 1 万亿美元。富达基金的成功,除了归功于被称为“Bottom Up”(至下而上)的股票精选策略外,其极具广度和深度的产品线也发挥了重要的作用。因此,分析富达的基金产品线既有助于我国的基金管理公司初期单个基金产品的设计,也有利于形成一个完整的产品线设计的构思。

按照投资品种的不同,富达公司的共同基金包括了股票市场基金、债券市场基金、货币市场基金、资产配置基金和基金中的基金等 5 个大类。

进一步,共同基金中的每个大类又被细分为若干个小类。例如,股票市场基金包括了成长型基金、成长-收益型基金、国际基金、行业基金和指数基金。于是,产品线的广度得到进一步的延伸。

除了广度外,国外基金管理公司还致力于拓展基金产品线的深度。股票基金的每个小类又包括了若干个不同风格的基金。例如,成长型基金共有 27 只,既有风险较大的积极成长型基金,又有风险相对较小的低价股基金;成长-收益型基金有 10 只,包括成长-收益型基金、净值-收益型基金、平衡型基金、公共事业型基金等;国际基金包括 6 个分散投资于多个国家的海外基金和 8 个集中投资于某个国家或地区的基金;指数基金包括盯住 Russell 系列等 7 个不同指数的 7 只基金;行业基金则包括航空运输等 40 个行业的 40 只基金。

为了深入了解产品线的构造,我们分别在市场的上升和下跌行情中,对不同类型基金的市场表现进行研究,力图从中发现值得我们学习和借鉴的地方。

我们选择富达公司旗下的成长型基金作为我们的研究对象,该系列共有基金 27 只,去掉成立不满 5 年的 6 只基金,剩下 21

只基金作为我们的样本。同时,我们注意到这 21 只基金均以 S&P500 为基准收益率。

我们选择从 1996~2000 年的 5 年时间为市场上升阶段,该期间 S&P 上升了 18.33%,另外,我们选择 2000 年作为市场的下跌阶段,这一年 S&P 下降了 9.1%。研究结果图略。

从结果我们可以看出:

第一,从长期(本文采用 5 年)来看,基金的收益与其市场风险成正比。具有较高风险的基金如积极成长型基金($\text{Beta} = 1.52$)的长期收益率(24.0%)高于具有较小风险的基金如低价股基金($\text{Beta} = 0.61$)的长期收益率(15.1%)。这符合股票投资风险与收益相对应的原理。

第二,从短期(本文采用 1 年)来看,基金的收益还与市场行情有关。在市场下跌阶段,基金的收益与其市场风险成反比。在 2000 年的下跌行情中,低价股票基金的收益率(18.83%)明显高于积极成长型基金的收益率(-27.14%)。

第三,我们可以推断出,在市场上升阶段,基金的收益与其风险成正比,并且大于长期的比例系数,因为部分收益率将用于弥补市场下跌时造成的损失。

二、基金产品线的启示

通过上述分析,我们获得了对我国基金产品设计的两点重要启示,并且根据启示分别提出对我国基金产品设计的建议。

首先,从基金管理公司的整体经营来讲,基金产品的设计应充分考虑到公司所管理资产规模的稳定性。资产规模是基金公司经营能力的重要标志,也是基金公司获利的主要源泉。从富达基金的风险收益分析中可以看出,如果我们同时拥有不同类型的基金,当市场行情发生变化的时候,就可以让原来购买某一类型基金的投资者转而购买其它类型的基金。这一方面是投资者为减少损失而作出的合理选择;另一方面,也使基金管理公司能够保持资产规模的稳定性,同时减缓基金赎回的压力。

从这一点出发,我们建议,设计不同风格的基金以应对市场的不同行情。并且,在单个产品设计之前首先构造基金管理公司的产品线框架,作为指导某个类型基金和单个基金具体设计的纲要。从我国证券市场的发展看,侧重于成长型基金,同时兼顾平衡型和收入型基金。

其次,从产品的目标市场选择和定位来讲,基金产品的设计

应从投资者的风险收益偏好出发。只有把投资者区别开来,才能突出单个产品的特色,形成一条真正的产品线。

从这一点出发,我们建议:把投资者按照风险收益偏好进行划分,同时,对于基金产品的风险程度给出定量的衡量,如采用组合的贝塔系数,使投资者一目了然地知道某一基金产品所面临的风险。同时,对投资者风险偏好的把握将有助于市场拓展部广告宣传策略的制定。

三、基金新产品构思的来源、管理和筛选

基金新产品的构思来源按照构思的触发点可以分为两类:理念导向型和营销导向型。

理念导向型构思来自于投资决策成员、基金经理等专业人士。这些人经验丰富、眼光独到,往往能够前瞻性地判断市场的走势并敏锐地发现其中可以形成投资品种的机会。

营销导向型构思来自于市场拓展人员,分销机构和客户服务人员等与投资者直接接触的人士。他们在与基金持有人的长期交往中逐渐建立了对投资者需求的深入了解,他们的构思往往是基于这种理解之上的。

如果把产品开发和销售联系起来,那么从投资者需求和欲望出发寻找新产品构思既是构思本身产生的有效渠道,又为今后基金的推广界定了目标客户群体,提供了可能的诉求方式,可谓一举两得。

从国外基金管理公司的经验来看,理念导向型构思经过包装后大多为代客理财服务,形成某种特定基金,其目标客户是机构投资者;而营销导向型构思经过包装后大多形成共同基金,其目标客户是个人投资者。当然,这样的区分并不是绝对的,因为从理念出发的构思在广大投资者对理念认同后可以形成共同基金;而从营销出发的构思形成理念后同样可以提供给机构投资者。

就我国目前的情况来说,一方面,客观上由于市场投资品种的局限性,主观上由于适合基金的长期投资理念没有建立,另一方面,基金业的发展处于起步阶段,对投资者的分类和投资需求的界定还没有具体展开,因此,理念导向型的基金产品构思将占据主导地位。但随着开放式基金的推广和投资者长期投资理念的建立和逐步成熟,从投资者需求角度出发形成产品构思将越来越得到基金管理公司产品设计人员的青睐。

相对于其他产品而言,基金所处的证券市场大背景的天然条件使其构思呈现出无限扩展的特点。证券市场千变万化,不同的市场参与者,无论是基金经理、市场销售人员还是投资者自身都会形成自己的判断,进一步产生基金新产品的构思。这些构思丰富了新产品开发的领域和品种,但同时对于基金管理公司提出了有效管理新基金构思的任务。

构思管理的一方面是对所有可以得到的构思进行集中登记,建立构思库。这样做有两个好处:第一,构思是基金新产品开发后

续工作的起点,因此构思库的建立为新基金的概念形成、可行性分析和最终产品成型并推向市场提供了漏斗式筛选的第一层信息流。第二,把最初的构思进行收集整理,有利于总结基金新产品开发的经验。因为在众多的构思中只有少数几个能够被筛选出来作为下一步讨论的议题,其他大部分构思在初期都被“合理地”舍弃了,然而这并不总是对的,如果最后的结果证明我们选择了较差的构思而导致基金较差的销售和投资表现,我们就可以回过头来审视当初的选择,对构思进行重新比较,从而有利于下一个新产品的开发。

构思管理的另一方面是建立信息沟通机制。构思产生来自基金经理或市场营销人员,而基金经理和市场营销人员又是如何形成他们的构思呢?直觉也许是一个不错的建议,基金管理公司并不排除直觉的有效性。除此之外,一个高效的信息沟通机制的建立有利于保障构思的形成。基金经理同时接受来自于市场销售人员提供的投资者偏好的信息,市场销售人员在与投资者接触中形成的初步设想又可以征求来自基金经理的意见。两者有效的结合使我们可以把一些零散的基金新产品构思结合到一起,如果基金经理和市场销售人员的构思能够互相验证,想到了一块,那么将大大提高构思的效率。

除了管理外,我们还需要对构思进行筛选。对构思进行筛选首先应该把构思具体化,即把基金新产品构思填入一张标准的表格内,表格的内容包括产品名称、投资目标、基金类型、基准收益率、行业资产配置,大致的收益风险衡量和目标客户描述等项目。

其次,把构思放在市场和竞争者中进行分析,目的是了解由该构思形成的最终产品可能的市场地位和面临的竞争形势。理想上是使基金位于市场的空白点,面临较少的竞争或较弱的竞争对手并且市场需求旺盛;实际中这往往不容易做到,但市场和竞争对手的分析至少能够提供一个对基金可能的市场地位、发展前景和所需投入资源的客观评价。

最后,构思的筛选还应该与公司目前的产品线相联系,单个产品的设计应该服从公司整体基金产品线的构造要求。重复的产品定位往往造成成本上升,营销资源分散,内部管理压力增加的不良后果;相反,合理的产品定位对公司目前已有产品可以进行有效的扩张,或者弥补产品线的空白,或者对已有的市场客户提供更多的投资选择。

应该说,构思的筛选是构思从理想走向实际的第一步,它不仅考虑构思本身是否合理、巧妙、富有创意,而且开始把构思和公司的目标、资源相结合,为下一步构思的概念化打下了基础。□

作者单位:厦门大学金融系

地址:厦门市思明南路394号之四301室

邮编:361005